

Buenos Aires, 30 de Julio de 2019

## DULCOR S.A.

Camino a Sacanta km. 1 ½ - Arroyito, Provincia de Córdoba, Argentina.

### INFORME TRIMESTRAL COMPLETO

#### OBLIGACIONES NEGOCIABLES

| Títulos Calificados               | Monto   | Calificación | Vencimiento |
|-----------------------------------|---|--------------|-------------|
| Obligaciones Negociables Serie II | V/N Hasta \$ 50.000.000<br>(ampliable a \$<br>80.000.000) | A            | 14-11-19    |

Nota: Las definiciones de calificaciones se encuentran al final del dictamen.

#### Fundamentos principales de la calificación:

- Dulcor tiene una importante presencia en el mercado de Dulces y Mermeladas. El grupo fue ampliando su cartera de productos y desarrollando nuevos negocios. Elabora más de un centenar de artículos diferentes, que van desde la máxima variedad de dulces y mermeladas hasta tomates triturados, productos en almíbar, pulpas asépticas, y productos panificados, entre otros.
- Las principales marcas que el grupo posee son: Dulcor, Veneziana, Esnaola, entre otras. En productos especiales cuenta con la explotación de la marca Dr. A. Cormillot.
- La empresa presenta adecuados márgenes (EBITDA) de resultados históricos. La empresa tiene una ajustada cobertura de gastos financieros histórica. Presenta una moderada variabilidad en su rentabilidad operativa, con una tendencia estable de la rentabilidad.
- La empresa tiene un adecuado calce de plazos, con indicadores de liquidez ácida ajustados.
- La compañía no presenta significativos descalce de monedas, resultados no operativos ni contingencias.
- La característica de administración y propiedad de la empresa fue evaluada como adecuada.

|                         |  |
|-------------------------|--|
| Analista Responsable    | Hernán Arguiz   <a href="mailto:harguiz@evaluadora.com">harguiz@evaluadora.com</a> |
| Consejo de Calificación | Julieta Picorelli   Hernán Arguiz   Matías Rebozov                                 |
| Manual de Calificación  | Metodología de Calificación de deuda o instrumentos de deuda emitidos por empresas |
| Último Estado Contable  | Estados Contables al 31 de Marzo de 2019   |

## RESUMEN DE LA CALIFICACIÓN

Dulcor elabora más de un centenar de artículos diferentes. Sus principales productos son: Dulces sólidos normales y light (batata y membrillo), Mermeladas normales y light (diversos sabores), Pulpa de fruta (sulfitadas y asépticas), Cereza en almíbar y productos de panificación (pizzas, panes de pancho, hamburguesa y lactal, budines, pan dulce, grisines, pan rallado).

A nivel consolidado el ritmo de crecimiento de las ventas del grupo fue similar a la evolución de la inflación en los últimos ejercicios, manteniendo de esta manera las ventas en términos reales.

Las ventas por línea de negocio del grupo se concentran en dulces y mermeladas que representan más de la mitad de las mismas, los productos de panificación tienen una participación de un tercio de las ventas aproximadamente quedando la participación restante a las pulpas, servicios y otros.

Dulcor S.A. concentra sus ventas en la línea de mermeladas, la siguen los Dulces en Cajón (5 kg), los Dulces Sólidos, y las mermeladas lights. Se considera adecuada la composición del portfolio de productos de la compañía no representando un riesgo su concentración por segmento o producto.

Las ventas de mermeladas y dulces presentan una estacionalidad entre los meses de marzo y octubre concentrando tres cuartas partes de las mismas. En lo que respecta a panificados, se observan una estacionalidad entre los meses septiembre y diciembre con un participación cercana a la mitad de las ventas del año.

El margen operativo del actual ejercicio es del 13.2% de las ventas. Superior al promedio de los tres últimos ejercicios (12.1%).

La compañía presenta una moderada capitalización, representando el patrimonio neto el 21% del activo en función del último balance. Los pasivos de largo plazo (patrimonio y pasivo no corriente) ascienden al 33% del activo, en tanto que los activos fijos son el 32% del mismo.

El 55% del pasivo de la compañía está compuesto por deuda bancaria y financiera. El 45% restante está compuesto principalmente por deudas comerciales con proveedores. El ciclo normal del producto (compra de mercadería, stock, producción, comercialización y cobranza) implica la necesidad de recursos financieros para afrontarlos. Por ello, la compañía en su operatoria habitual descuenta cheques, tiene líneas de capital de trabajo con distintos bancos y accede a financiamiento de los proveedores.

La liquidez corriente, y ácida, para el último ejercicio intermedio, es ajustada con una coeficiente de 1.0 y 0.5 respectivamente.

## **Análisis Previo para la Calificación de Títulos Valores**

### **Prueba de corte**

En función de la estimación de la Cobertura de Corte (1.84), no corresponde calificar a la empresa en categoría D, pudiendo aplicarse los pasos previstos en los Procedimientos Normales de Calificación del citado Manual.

### **Procedimientos Normales de Calificación**

#### **a) Calificación Preliminar de la Capacidad de Pago**

##### **a.1) Cobertura de gastos financieros (CGF)**

La CGF arroja un resultado de 1.90, considerando los datos de los estados contables cerrados en Diciembre de 2016, 2017 y 2018, y el balance trimestral a marzo de 2019. La rentabilidad sobre activos considerada fue de 23%. El flujo histórico depurado de utilidades le otorga una ajustada cobertura a los servicios de intereses de la deuda.

##### **a.2) Grado de Riesgo de la Industria**

Las empresas integrantes del sector poseen un portafolio de productos, marcas y presentaciones con el que compiten en diferentes segmentos del mercado y en distintas regiones del país.

Por lo general mermeladas y jaleas se venden en potes de plástico o de vidrio. Existen diversas presentaciones que varían en función de la fruta utilizada (damasco, naranja, frutillas, etc.) así como también si son clásicas o light.

En lo relativo a ventas, en las mermeladas cabe distinguir dos aspectos: en primer lugar el papel que desarrolla la imposición de marcas en la percepción de los consumidores, cuyo correlato son las importantes diferencias de precio entre las distintas mermeladas, aún cuando se trate del mismo sabor y tipo (clásica o light); y, en segundo lugar, las significativas disparidades de precio existentes entre sabores o gustos dentro de una misma marca y tipo de producto.

En cuanto a este segundo elemento, la oferta de sabores de cada línea de mermeladas no es igual en todas las marcas. Sin embargo, las principales firmas del negocio abarcan una oferta de gustos muy similar. Dentro de este abanico se registran importantes diferencias entre los precios de las mermeladas más tradicionales (durazno, naranja, entre otros) y los elaborados en base a frutas de estación (frutilla, mora, frutos del bosque, entre otros).

Las principales diferencias que existen entre los productos de primeras y segundas marcas radica en primer lugar en la calidad, seguida por la presentación del producto.

Las empresas productoras más importantes concentran su producción de pulpas (insumo) o mermeladas en Mendoza. Entre las mismas, BENVENUTO (La Campagnola), REDEPA (Canale) y MOLTO producen mermeladas en la

provincia mencionada, mientras que la cordobesa ARCOR también posee su planta de pulpas en dicha localización, hecho que podría explicarse por la importante producción frutícola de la jurisdicción.

Los canales de distribución de las mermeladas pueden agruparse en el canal tradicional: almacenes, despensas, minimercados y autoservicios, canal de supermercados e hipermercados y hard discount y canal institucional: restaurantes, bares, establecimientos educativos y fast foods.

Una parte importante del comportamiento de la demanda interna se puede estimar a través de las ventas de supermercados. Las ventas a precios corrientes para enero de 2019 sumaron un total de \$ 45.485 millones, lo que representa un aumento de 40,0% respecto al mismo mes del año anterior. Las ventas a precios constantes de diciembre de 2016, durante enero de 2019, sumaron un total de \$ 23.921 millones, lo que representa una caída del 10,5% respecto a enero de 2018.

### **a.3) Posición de la Empresa en su Industria**

Las principales marcas que el grupo posee son: Dulcor, Veneziana, Esnaola, entre otras. En productos especiales cuenta con la explotación de la marca Dr. A. Cormillot.

La Sociedad fue ampliando su cartera de productos e incurriendo en nuevos negocios. En la actualidad elabora más de un centenar de artículos diferentes, que van desde la máxima variedad de dulces y mermeladas hasta tomates triturados, productos en almíbar, pulpas asépticas, productos panificados, etc. Resultado de ello es que sus principales productos son:

- Dulces sólidos normales y light (batata y membrillo).
- Mermeladas normales y light (diversos sabores).
- Pulpa de fruta (sulfitadas y asépticas)
- Cereza en almíbar.
- Productos de panificación (pizzas, panes de pancho, hamburguesa y lactal, budines, pan dulce, grisines, pan rallado)

Dulcor elabora aproximadamente 64.000 tn de productos anuales, las cuales son distribuidas mediante los diferentes canales de comercialización: cadenas de supermercados, comercios mayoristas nacionales, regionales y distribuidores.

Dulcor tiene presencia en todo el territorio nacional. La empresa cuenta con servicio de transporte tercerizado para abastecer todas las zonas. Dicho servicio es prestado por varias empresas transportistas que cuentan con una flota amplia de vehículos. Para la distribución a mayoristas, distribuidores, pequeñas cadenas de supermercados y supermercados, se abastece a través de operadores logísticos y distribuidores de larga relación con la sociedad, a los cuales se abastece a través de una flota contratada de 15 transportes. En cuanto a la entrega en cadenas de hipermercados, la empresa tiene dos sistemas: lo centralizado que se abastece a través de empresas de transportes contratados (Expreso Cargo, Expreso Lancioni, Transporte Cruz

del Sur, Tradelog, etc.), y lo descentralizado que se abastece a través de centros de distribución y operadores logísticos de cada zona.

Dulcor exporta sus productos a más de 20 países, principalmente países del Mercosur, y también países como E.E.U.U., Canadá, Israel, Australia, Nueva Zelanda, Japón y otros países centroamericanos y de la Comunidad Económica Europea. Participa anualmente de Ferias Comerciales, Rondas de Negocios y Misiones Comerciales para promocionar sus productos.

#### **a.4) Características de la Administración y Propiedad**

Dulcor es propiedad de la familia Riba. La composición del actual directorio decidida mediante resolución de los accionistas es de 4 directores titulares. A continuación se muestran los integrantes del Directorio y de la Gerencia:

| <b>Director</b>       | <b>Cargo</b>     |
|-----------------------|------------------|
| Riba, Héctor Evaristo | Presidente       |
| Riba, Jorge Enrique   | Vicepresidente   |
| Riba, Mario Gustavo   | Director titular |
| Riba, Roberto José    | Director titular |

La estructura comercial de la Sociedad está constituida de la siguiente forma:

**Mercado interno:** Cuenta con un Gerente General de Ventas, quien junto a los Gerentes de Venta de cada uno de los negocios, coordinan las estrategias. Por debajo de los gerentes actúan los representantes diseminados por todo el país. Dulcor se encuentra estructurado por tipo de cliente los que se dividen en dos grandes grupos “Pequeños Clientes” (mayoristas, distribuidores, pequeñas cadenas de supermercados, supermercados, etc.) y “Grandes Clientes” (cadenas de hipermercados). A los “Pequeños Clientes” se les brinda atención a través de los representantes de ventas, manteniendo un contacto directo. Con los “Grandes Clientes” realiza un seguimiento estratégico, el cual involucra todas las negociaciones anuales de contratos de ventas. Las mismas definen precios, descuentos, volúmenes, acciones publicitarias, para todo el año. Dichas reuniones son llevadas a cabo por los responsables de Ventas. El seguimiento operativo de los clientes se realiza directamente desde la administración central de Dulcor.

**Mercado externo:** Dulcor cuenta con un departamento de comercio exterior, canalizando las operaciones en forma directa a Importadores, Distribuidores y Representantes en los siguientes países: Uruguay, Paraguay, Bolivia, Chile, Venezuela, México, U.S.A., Canadá, Italia, España, Australia e Israel, como así también a cadena de supermercados donde comercializan productos con sus marcas y marcas de terceros a Brasil y Chile. Dulcor realiza negocios industriales de pulpa de fruta a granel a Brasil, Uruguay, Paraguay y Centroamérica.

A través de un profundo análisis de las cuentas corrientes y de una intensiva gestión diaria de las cobranzas, Dulcor mantiene bajo control las variables de morosidad, incobrabilidad e impacto de cheques rechazados.

### **Indicadores Económicos y Financieros**

La compañía tiene una baja variabilidad de la rentabilidad. Presenta un coeficiente de variación del 15%, resultante de un desvío estándar de la rentabilidad de 3% y una rentabilidad promedio sobre activos de 23%. La rentabilidad evidenció estabilidad en los últimos ejercicios.

Se considera adecuado el calce de plazos de la compañía. El plazo para amortizar la deuda no corriente es de un año aproximadamente, dado que la deuda no corriente asciende a \$ 265 millones, y la utilidad neta esperada a \$ 261 millones.

Es ajustada la liquidez que presenta la compañía, resultante de una liquidez ácida (no se consideraron los bienes de cambio) con un coeficiente de 0.50.

La rentabilidad sobre patrimonio es adecuada. En los últimos tres años la menor rentabilidad sobre el patrimonio fue 39% y correspondió al ejercicio finalizado en Diciembre de 2017.

El coeficiente de endeudamiento se ubicó a marzo de 2019 en 0.79, resultante del cociente entre un pasivo total de \$ 1.746 millones y un activo total de \$ 2.203 millones. El índice de endeudamiento creció un 5% con respecto al ejercicio anterior.

#### **a.5) Análisis de Sensibilidad**

La Cobertura de Gastos Financieros (CGF) proyectada se define como el cociente entre el flujo de utilidades esperadas antes de impuestos e intereses y los gastos financieros. En tanto, que la cobertura de servicio de deuda (CSD) se define con el flujo libre de fondos antes de atender los compromisos de servicios de capital de la deuda de la compañía. El escenario base considerado fue el siguiente:

(i) La inflación se proyecta en 35% anual para el presente año, con una tendencia decreciente para los próximos años.

(ii) El volumen de ventas de la compañía para el actual ejercicio cae un 1% y luego crece 3% para los próximos años.

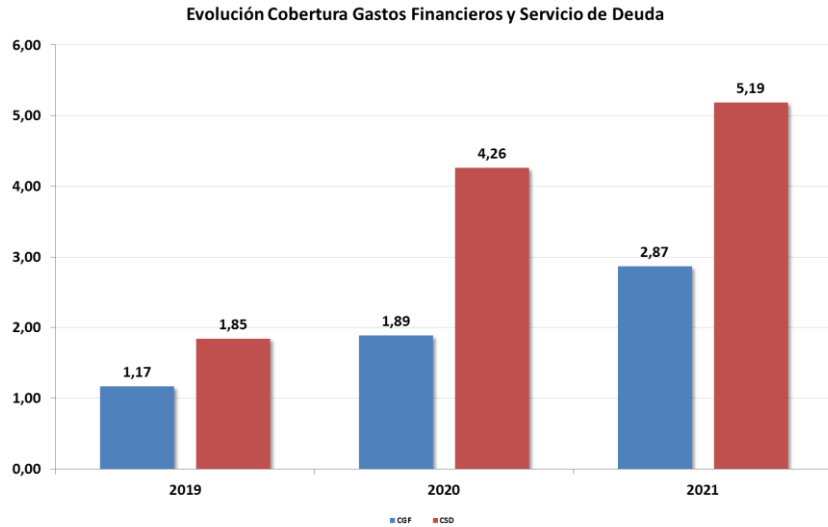
(iii) Las materias primas, fletes, publicidad, combustibles, comisiones, e impuestos se mantienen constantes en relación a las ventas para todos los años proyectados.

(iv) Los costos de administración, básicamente sueldos, honorarios profesionales, mantenimientos y otros gastos, crecen en función de los mayores precios.

(v) La compañía mantiene los actuales plazos de cobro y pago con sus proveedores y clientes. Así como también el nivel de inventarios en relación a las ventas.

(vi) El costo financiero de la Obligación Negociable se determinó a su tasa de fondeo.

(vii) La deuda de corto plazo acompaña las necesidades de financiamiento del capital de trabajo de la compañía. Estimando que la compañía no tendría problemas para mantener las líneas de capital de trabajo con los bancos.



En función del análisis de los puntos anteriores y de los indicadores que presenta la empresa se asigna una calificación de la capacidad de pago esperada en Categoría A. Se mantiene la categoría luego del análisis de sensibilidad debido a que no se estima un deterioro en la capacidad de pago esperada.

#### **c) Calificación Final**

**Se mantiene la CALIFICACIÓN FINAL en CATEGORÍA A de las Obligaciones Negociables de Dulcor S.A.**

## CARACTERÍSTICAS DEL INSTRUMENTO

### Obligaciones Negociables Serie II

Descripción: Obligaciones Negociables simples con garantía común, sin garantía de terceros, no subordinadas. Las Obligaciones Negociables serán emitidas conforme con la Ley de Obligaciones Negociables y demás normas vigentes.

Monto de la emisión: Se emitirán por un valor nominal de hasta \$50.000.000 (Pesos cincuenta millones), ampliable hasta \$80.000.000 (ochenta millones).

Fecha de Vencimiento: Las Obligaciones Negociables vencerán a los 24 meses de la Fecha de Emisión, o el Día Hábil inmediato posterior si dicha fecha no fuese un Día Hábil.

Amortización: Las Obligaciones Negociables serán amortizadas bimestralmente a partir del sexto mes en 9 cuotas consecutivas cada una correspondiente al 11.11% sobre el valor nominal emitido y la última cuota será equivalente al 11.12% sobre el valor nominal emitido.

Tasa de Interés: El capital no amortizado de las Obligaciones Negociables devengará intereses a una tasa de interés variable desde la Fecha de Emisión inclusive hasta la Fecha de Vencimiento, estableciéndose que dicha tasa de interés anual será la suma de: (a) la Tasa de Referencia más (b) el Margen de Corte que será el margen nominal anual a ser adicionados a la Tasa de Referencia en cada Período de Intereses. En ningún caso, el Margen de Corte podrá ser inferior al 0% y la sumatoria de la Tasa de la Referencia con más el Margen de Corte nunca podrá ser superior al 38% nominal anual ni inferior al 18% nominal anual durante el tiempo de vigencia de las Obligaciones Negociables.

Tasa de Referencia: Es el promedio simple de las tasas de interés que se publican diariamente en el Boletín Estadístico del Banco Central de la República Argentina (BCRA) para depósitos a plazo fijo de 30 a 35 días y de más de \$1.000.000 (Pesos un millón) para el total de bancos privados del sistema financiero argentino (Tasa BADLAR Privada), durante el período que se inicia el séptimo (inclusive) día hábil anterior al inicio de cada Período de Intereses y finaliza el octavo (inclusive) día hábil anterior a la Fecha de Pago de Intereses correspondiente.

Margen de Corte: Es la cantidad de puntos básicos (expresada como porcentaje nominal anual) a adicionarse a la Tasa de Referencia que se determinará una vez finalizado el Período de Subasta Pública.

Intereses: Las Obligaciones Negociables devengarán intereses sobre el saldo de capital pendiente de pago, desde la Fecha de Emisión hasta la Fecha de Vencimiento respectiva. Los intereses se pagarán mensualmente por período vencido a partir de la Fecha de Emisión.

Intereses moratorios: Todo importe adeudado por la Emisora bajo las Obligaciones Negociables que no sea abonado en tiempo y forma en la correspondiente Fecha de Pago, devengará intereses moratorios desde la respectiva Fecha de Pago. Los mismos ascenderán al 50% del interés compensatorio. Dicho interés moratorio será adicional a la tasa de interés aplicable al Período de Interés correspondiente.



**ANEXO ESTADOS CONTABLES**

| Fecha<br>Meses                          | Mar 19<br>3   | Dic 18<br>12    | Dic 17<br>12  | Dic 16<br>12  |
|---|---------------|-----------------|---------------|---------------|
| <b>ESTADO DE SITUACION PATRIMONIAL</b>  |               |                 |               |               |
| En Pesos                                |               |                 |               |               |
| <b>Disponibilidades</b>                 | 1.855.193     | 3.901.385       | 2.815.846     | 13.970.607    |
| <b>Inversiones</b>                      | -             | -               | -             | -             |
| <b>Deudores por Ventas</b>              | 429.897.994   | 417.982.809     | 205.502.400   | 92.956.163    |
| <b>Documentos a Cobrar</b>              | 308.084.892   | 235.802.581     | 105.974.548   | 135.996.045   |
| <b>Bienes de Cambio</b>                 | 756.442.180   | 341.648.175     | 199.053.188   | 142.002.811   |
| <b>Otros Activos Corrientes</b>         | -             | -               | -             | -             |
| <b>TOTAL ACTIVOS CORRIENTES</b>         | 1.496.280.259 | 999.334.950     | 513.345.982   | 384.925.626   |
| <b>Bienes de Uso</b>                    | 426.717.185   | 386.960.560     | 68.632.854    | 42.146.046    |
| <b>Inversiones</b>                      | 272.908.992   | 244.103.308     | -             | 112.277.017   |
| <b>Cargos Diferidos e Intangibles</b>   | 3.866.089     | 3.403.869       | 749.755       | 525.990       |
| <b>Propiedades de Inversión</b>         | 2.881.921     | 2.881.946       | 141.823.457   | 106.118.205   |
| <b>TOTAL ACTIVOS NO CORRIENTES</b>      | 706.374.187   | 637.349.683     | 360.269.842   | 261.067.258   |
| <b>TOTAL ACTIVOS</b>                    | 2.202.654.446 | 1.636.684.633   | 873.615.824   | 645.992.884   |
| <b>Obligaciones Financeras</b>          | 849.342.473   | 616.281.864     | 259.064.220   | 109.153.986   |
| <b>Cuentas a Pagar + Proveedores</b>    | 631.949.010   | 365.191.243     | 140.977.680   | 179.136.031   |
| <b>Sueldos a Pagar</b>                  | -             | -               | -             | -             |
| <b>Impuesto a Pagar</b>                 | -             | -               | -             | -             |
| <b>Otros Pasivos Corrientes</b>         | -             | -               | -             | -             |
| <b>TOTAL PASIVOS CORRIENTES</b>         | 1.481.291.483 | 981.473.107     | 400.041.900   | 288.290.017   |
| <b>Obligaciones Financeras</b>          | 110.757.400   | 114.448.068     | 129.073.873   | 108.516.992   |
| <b>Otras Cuentas a Pagar</b>            | -             | -               | -             | -             |
| <b>Otros Pasivos Corrientes</b>         | 147.016.826   | 135.836.694     | 32.061.602    | 32.581.385    |
| <b>TOTAL PASIVOS NO CORRIENTES</b>      | 265.149.345   | 257.199.197     | 161.135.475   | 141.098.377   |
| <b>TOTAL PASIVOS</b>                    | 1.746.440.828 | 1.238.672.304   | 561.177.375   | 429.388.394   |
| <b>PATRIMONIO NETO</b>                  | 456.213.618   | 398.012.329     | 312.438.449   | 216.604.490   |
| <b>ESTADO DE RESULTADOS</b>             |               |                 |               |               |
| En Pesos                                |               |                 |               |               |
| <b>Ingresos de Explotacion</b>          | 662.435.565   | 2.420.831.319   | 963.717.532   | 644.712.587   |
| <b>Costos de Explotacion</b>            | - 439.213.931 | - 1.630.898.407 | - 642.601.818 | - 402.134.678 |
| <b>UTILIDAD BRUTA</b>                   | 223.221.634   | 789.932.912     | 321.115.714   | 242.577.909   |
| <b>Gastos de Adm. y Comerc.</b>         | - 135.569.415 | - 506.941.460   | - 199.264.810 | - 165.841.111 |
| <b>RESULTADO OPERATIVO</b>              | 87.652.219    | 282.991.452     | 121.850.904   | 76.736.798    |
| <b>Otros Ingresos No Operativos</b>     | 1.666.776     | 34.863.546      | 55.340.793    | 29.795.700    |
| <b>Gastos Financieros</b>               | - 99.563.231  | - 408.148.082   | - 91.311.938  | - 56.703.059  |
| <b>Otros Egresos No Operativos</b>      | -             | -               | -             | -             |
| <b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>     | - 10.244.236  | - 90.293.084    | 85.879.759    | 49.829.439    |
| <b>Impuesto a las Ganancias</b>         | 20.749.106    | 9.620.197       | - 16.922.736  | - 14.085.855  |
| <b>UTILIDAD (PERDIDA) DEL EJERCICIO</b> | 10.504.870    | - 80.672.887    | 68.957.023    | 35.743.584    |

### ANEXO INDICADORES

| Fecha<br>Meses                          | Mar 19<br>3 | Dic 18<br>12 | Dic 17<br>12 | Dic 16<br>12 |
|---|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>INDICADORES FINANCIEROS</b>          |             |              |              |              |
| <b>Indicadores de Liquidez</b>          |             |              |              |              |
| Liquidez Corriente                      | 1,0         | 1,0          | 1,3          | 1,3          |
| Liquidez Acida                          | 0,5         | 0,7          | 0,8          | 0,8          |
| Días Bienes de Cambio                   | 104         | 52           | 75           | 80           |
| Días Deudores por Venta                 | 59          | 63           | 78           | 53           |
| Días Cuentas a Pagar                    | 87          | 55           | 53           | 101          |
| Duración Ciclo de Caja                  | 76          | 59           | 100          | 32           |
| Capital de Trabajo / Activo Total       | 0,7%        | 1,1%         | 13,0%        | 15,0%        |
| <b>Indicadores de Solvencia</b>         |             |              |              |              |
| Activo Fijo / Activo Total              | 31,9%       | 38,7%        | 24,1%        | 40,3%        |
| Pasivo No Corriente + PN / Activo Total | 32,7%       | 40,0%        | 54,2%        | 55,4%        |
| Pasivo Total / Activo Total             | 79,3%       | 75,7%        | 64,2%        | 66,5%        |
| Pasivo Corriente / Pasivo Total         | 84,8%       | 79,2%        | 71,3%        | 67,1%        |
| Deuda ByF / Pasivo Total                | 55,0%       | 59,0%        | 69,2%        | 50,7%        |
| Deuda ByF CP / Deuda ByF Total          | 88,5%       | 84,3%        | 66,7%        | 50,1%        |
| <b>Indicadores de Cobertura</b>         |             |              |              |              |
| CGF (Rdo Operativo)                     | 1,0         | 0,8          | 1,4          | 1,4          |
| Deuda ByF Total / Rdo Operativo         | 2,5         | 2,4          | 3,0          | 2,7          |
| Pasivo Total / (Ventas/365)             | 241         | 187          | 213          | 243          |
| Deuda ByF Total / (Ventas/365)          | 132         | 110          | 147          | 123          |
| Costo Financiero Implícito              | 41%         | 56%          | 24%          | 26%          |
| <b>Indicadores de Margenes</b>          |             |              |              |              |
| Margen Bruto                            | 33,7%       | 32,6%        | 33,3%        | 37,6%        |
| Margen Operativo + Amort.               | 14,4%       | 12,7%        | 13,4%        | 12,6%        |
| Margen Operativo                        | 13,2%       | 11,7%        | 12,6%        | 11,9%        |
| Margen Despues Intereses                | -1,5%       | -3,7%        | 8,9%         | 7,7%         |
| Margen Final                            | 1,6%        | -3,3%        | 7,2%         | 5,5%         |
| <b>Indicadores de Rentabilidad</b>      |             |              |              |              |
| ROA (Retorno s/Activos)                 | 15,9%       | 17,3%        | 13,9%        | 11,9%        |
| ROE (Retorno s/Capital)                 | 9,2%        | -20,3%       | 22,1%        | 16,5%        |
| <b>Indicadores de Eficiencia</b>        |             |              |              |              |
| Rotación de Activos Fijos               | 6,2         | 6,3          | 14,0         | 15,3         |
| Rotación de Activos Totales             | 1,2         | 1,5          | 1,1          | 1,0          |

#### DEFINICION DE LA CALIFICACIÓN OTORGADA

**CALIFICACION OTORGADA: A.** Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

#### INFORMACIÓN UTILIZADA

- Estados Contables a Marzo de 2019 | [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)
- Otra información cuantitativa y cualitativa relevante de la compañía.
- Suplemento del Prospecto de Obligaciones Negociables Serie II.

A la fecha, el Agente de Calificación no ha tomado conocimiento de hechos que impliquen una alteración significativa de la situación económica - financiera de DULCOR S.A., por lo tanto, generen un aumento del riesgo para los acreedores actuales o futuros de la empresa.

La información suministrada por DULCOR S.A. se ha tomado como verdadera, no responsabilizándose la Calificadora de los errores posibles que esta información pudiera contener.

Este Dictamen de Calificación no debe considerarse una recomendación para adquirir, negociar o vender los Títulos emitidos o a ser emitidos por la empresa, sino como una información adicional a ser tenida en cuenta por los acreedores presentes o futuros de la empresa.